

NÍVEL DE DISCLOSURE: ANÁLISE DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA NEW YORK STOCK EXCHANGE

DISCLOSURE LEVEL: AN ANALYSIS OF BRAZILIAN COMPANIES LISTED ON THE NEW YORK STOCK EXCHANGE

Leandro Dias Guia

Mestrando em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília
leandrodias1@yahoo.com.br

Cleiton Borges de Menezes Junior

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília
cleitonjunior77@hotmail.com

Andre Luiz Marques Serrano

Doutor em Economia pela Univers. de Brasília. Professor Adjunto da Univ. de Brasília.
andrelms@unb.br

Marcelo Driemeyer Wilbert

Doutor em Economia pela Univers. de Brasília. Professor Adjunto da Univ. de Brasília.
marcelodw@unb.br

Nathália Helena Fernandes Laffin

Doutoranda em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo
nathifl@gmail.com

Luiz Medeiros de Araujo Neto

Mestre em Administração Univ. de Brasília. Professor do Centro Univers. UNIEURO
medeiros2002@hotmail.com

Resumo:

O objetivo desse estudo consiste em analisar se os requisitos de governança corporativa definidos pela Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) e pela *New York Stock Exchange* (NYSE) contribuem para a evidenciação dos recursos alocados em projetos sociais aos investidores. Para tanto, foram coletados dados referentes a 44 empresas brasileiras listadas na NYSE e no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, sendo que da amostra do Novo Mercado foram consideradas as maiores empresas não emissoras de *American Depositary Receipt* (ADR). Foram excluídas da amostra as instituições financeiras devido às suas particularidades. Os dados para o cálculo das variáveis foram coletados na base de dados da Economática, utilizando-se os balanços de fechamento contábil publicados nos anos de 2011 à 2014, e no levantamento do nível de *disclosure* foram utilizadas o conjunto completo das demonstrações contábeis das empresas (peças e notas explicativas). A análise dos dados foi realizada por meio do método de Regressão Linear Múltipla por dados em painel. Os resultados da pesquisa sugerem que a emissão de ADRs pouco influencia no desempenho das empresas, pois se apresentou negativamente relacionada ao Q de Tobin. No entanto, a melhor divulgação das informações contábeis, ou seja, um melhor nível de *disclosure* impactou positivamente no desempenho das empresas.

Palavras-chave: Nível de *disclosure*. Empresas brasileiras. New York Stock Exchange.

Abstract:

The objective of this study is to analyze whether the corporate governance requirements defined by the São Paulo Stock Exchange (BM&FBOVESPA) and the New York Stock Exchange (NYSE) contribute to the disclosure of resources allocated to social projects to investors. For this purpose, data were collected on 44 Brazilian companies listed on the NYSE and BM&FBOVESPA Novo Mercado. The Novo Mercado sample was considered the largest non-issuing American Depositary Receipt (ADR) companies and, in general, financial institutions were excluded from the sample. The data for the calculation of the variables were collected in the Economática database, using the accounting closing balances published in the years 2011 to 2014, and in the disclosure level, the complete set of financial statements of the companies (Parts and explanatory notes). Data analysis was performed using the Multiple Linear Regression method by panel data. The results of the research suggest that the issuance of ADRs has little influence on the performance of companies, since it was negatively related to Tobin's Q. However, the better disclosure of the accounting information, that is, a better disclosure level had a positive impact on the companies' performance.

Keywords: Disclosure level. Brazilian companies. New York Stock Exchange

1 Introdução

Ao longo do século 20, as economias de diferentes países tornaram-se cada vez mais marcadas pela integração, pelo dinamismo do comércio internacional e pela expansão das transações financeiras. O movimento contínuo de globalização é considerado um processo de integração econômica, social, cultural e político entre os diversos países, o que permitiu facilidade na expansão das negociações e no alcance de melhores resultados para as empresas. Essas firmas possuem necessidades para financiar suas atividades, e dentro dessa nova realidade, uma das formas existentes para a captação de recursos é a abertura de capital em bolsas de valores.

Uma das consequências desse processo é a readequação da estrutura de controle das organizações com a separação entre a propriedade e a gestão. Dessa forma, a governança corporativa surge para mitigar os problemas de agência surgidos do conflito de interesses entre o proprietário e os gestores de uma companhia (JENSEN; MECKLING, 1976).

Com o objetivo de financiar suas atividades, algumas empresas brasileiras optaram pelo lançamento de ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente na *New York Stock Exchange* (NYSE), sob a forma de *American Depositary Receipts* (ADRs). Essas ADRs possuem como lastro ações da própria empresa emitidas no país de origem da empresa.

Nesse caso, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa" que foram fortalecidos com a publicação da Lei Sarbanes-Oxley no ano de 2002. Essas regras foram impostas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano.

Segundo dados da NYSE, o Brasil, atualmente com 27 empresas, é considerado como o terceiro país estrangeiro com maior número de ações listadas na NYSE, perdendo apenas para Canadá, China e Reino Unido, os quais possuem 144, 70 e 35 companhias listadas. Em volume de negócios, a situação é ainda mais favorável para as companhias brasileiras: elas

movimentaram cerca de US\$ 433,68 bilhões entre o período de janeiro a outubro de 2015 – quase o mesmo montante de dinheiro circulante em toda a BOVESPA – perdendo apenas para as empresas americanas e canadenses em valores movimentados no pregão da NYSE.

Atualmente, os mercados brasileiros e norte-americanos, em termos de requerimentos ou regulação para companhias de capital aberto, são semelhantes. No entanto, o robustecimento das empresas, em termos de qualidade da governança, controles internos, nível de *disclosure* para negociar no mercado americano, ganha relevância no que se refere à fiscalização e requerimentos que, nos EUA, ganharam força de lei. Desta forma, esse artigo busca responder se as companhias brasileiras emissoras de ADRs listadas na NYSE, em comparação com as maiores empresas listadas no Novo Mercado da BOVESPA não emissoras de ADRs, apresentaram maiores níveis de governança e de *disclosure* em suas demonstrações contábeis e se isso representou retornos melhores sobre as ações aos acionistas ao longo do tempo.

Sendo assim, surgem alguns questionamentos quanto às companhias brasileiras emissoras de ADR na NYSE, tais como: as companhias brasileiras apresentam melhores níveis de *disclosure* em suas informações divulgadas aos *stakeholders*? Os níveis de *disclosure* apresentaram reflexo no valor de mercado das ações dessas empresas em comparação às empresas não emissoras de ADR listadas na BOVESPA?

Com base nesses questionamentos, tem-se a hipótese: a partir do cumprimento dos requerimentos necessários para as empresas brasileiras listarem ações na NYSE, tais como a melhoria no nível de governança e no *disclosure* das demonstrações contábeis, as companhias tendem a ganhar valor de mercado e a oferecer maiores retornos aos acionistas. Nesse contexto, o objetivo principal desse estudo consiste em analisar se os requisitos de governança corporativa definidos pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e pela New York Stock Exchange (NYSE) contribuem para a evidenciação dos recursos alocados em projetos sociais aos investidores. Nessa perspectiva, a pesquisa buscou preencher uma lacuna, pois na revisão da literatura realizada não foram encontradas pesquisas anteriores, nacionais ou estrangeiras, que avaliassem a evidenciação de projetos sociais por empresas brasileiras listadas na BOVESPA e na NYSE, bem como analisar sua relação com os níveis de governança corporativa.

2 Governança Corporativa

A governança corporativa, é resultado de uma profunda mudança no ambiente empresarial e da necessidade dos gestores de se adaptarem a um novo perfil de investidores e dos demais parceiros sociais. A expressão governança corporativa é compreendida como o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderado pelo Conselho de Administração (LODI, 2000).

Governa corporativa é definida, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governanças Corporativas (IGBC), como o sistema através do qual as entidades são dirigidas, monitoradas e incentivadas. Nesse contexto, envolve as práticas, relacionamento entre sócios, os conselhos, diretorias executivas e órgãos de controle (LIMA, 2009).

Dessa definição pode-se inferir que a governança corporativa existe para converter os interesses entre os proprietários e os gestores de uma organização por meio de práticas que visam atingir os objetivos de ambos e o crescimento sustentável da organização. O IBGC ainda se refere aos princípios básicos de Governança: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Sendo assim, um dos principais objetivos da governança corporativa é proteger o valor da empresa com políticas de controle e *disclosure* da informação. A melhoria dos controles internos vem aumentar a confiabilidade das informações contábeis no atendimento a normas e no cumprimento da legislação. Neste

contexto, o enfoque da contabilidade, que era tradicionalmente o exame das demonstrações contábeis, tem mudado para o entendimento do risco do negócio e do ambiente de controle da empresa (FRANCO, 1999).

O princípio da transparência é relacionado ao conceito de *disclosure* e se refere à obrigação de informar as partes interessadas das informações úteis para a tomada de decisão e, não necessariamente, o que está em leis e regulamentos. O conceito de equidade caracteriza-se pelo tratamento justo a todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). O conceito de *accountability* diz respeito à prestação de contas pelos agentes de governança que deverão assumir a responsabilidade por seus atos e omissões. A responsabilidade corporativa, por fim, tem o intuito de zelar pela sustentabilidade da organização na busca de sua longevidade.

A estrutura de governança corporativa teve seu surgimento ao longo do século 20 com a expansão das atividades econômicas e financeiras em escala global. De acordo com Berle e Means (1987), o processo de globalização exige a necessidade de se alterar a estrutura de controle das organizações com a distinta separação entre a figura do proprietário e a figura dos gestores. A consequência dessa separação são os conflitos de agência: em um primeiro momento o proprietário delega a um agente especializado o poder de decisão sobre a empresa, mas pode ocorrer de o proprietário (acionistas) e os agentes especializados (gestores, administradores) possuírem interesses próprios e que podem estar em discordância, atrapalhando o objetivo final de uma organização.

Para Jensen e Meckling (1976), a resolução dos conflitos de agência incorre nos custos de agências, os quais são o resultado da soma dos custos existente na criação e estruturação do contrato entre o proprietário e o agente, o monitoramento do agente e as perdas residuais decorrente das decisões prejudiciais à riqueza do proprietário.

Um marco histórico para a situação atual relacionada à governança corporativa é a publicação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) como resultado de escândalos corporativos que mostraram a necessidade de se alterar os padrões de governança corporativa (MENDONÇA *et al.*, 2010).

A SOX pede certificações de que os agentes que assinam as demonstrações contábeis revisaram as mesmas e que eles assumam a responsabilidade por todos os aspectos que envolvem os controles internos implantados. As demonstrações financeiras devem apresentar a informação com aspectos de exatidão e materialidade de maneira a não conter declarações incorretas ou que não representem a realidade da organização, de forma a auxiliar na tomada de decisão dos proprietários e dos gestores. As informações contábeis devem ser publicadas nos relatórios anuais das companhias e devem considerar o âmbito de aplicação, eficácia e adequação da estrutura de controle interno e dos procedimentos para o relato das informações contábeis.

3 Disclosure

A harmonização da contabilidade mundial com os princípios e exigências do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), proporcionou uma série de possibilidades de estudos nos diversos mercados de capitais (BALL, 2006).

Nesse sentido, a divulgação de informações passa ter importância fundamental na dinâmica dos mercados, uma vez que *The Conceptual Framework for Financial Reporting* (IASB-BV, 2011) define que o objetivo das demonstrações contábeis é o de fornecer informação útil para os usuários.

Hendriksen e Van Breda (2015) assinalam que os acionistas representam o grupo fundamental para o qual se faz divulgação financeira, se referindo às demonstrações

contábeis. A fixação do nível apropriado de divulgação depende em termos ideais de bem estar social decorrente da divulgação. Na ausência de uma teoria ética permitindo a mensuração do bem-estar social, as autoridades de regulamentação contábil são forçadas a apoiar-se em critérios como relevância e precisão.

Nesse contexto, o nível de *disclosure* na dinâmica de funcionamento do mercado de capitais é tratado como essencial, uma vez que enseja a adequada avaliação de oportunidades de investimentos dos agentes econômicos, na medida em que contribui para a redução da assimetria informacional.

O *disclosure* surge como uma demanda para solucionar problemas de assimetria informacional e de conflito de interesses existentes em uma companhia, sendo um meio de divulgação de informações da empresa para o mercado (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002). Um maior nível de *disclosure* significa a divulgação de melhores informações ao mercado através de relatórios financeiros e contábeis de alta qualidade o que irá resultar em maior confiança do investidor (VERRECCHIA, 2001). Assim, empresas com melhor nível de transparência possuem a tendência a apresentar melhores expectativas aos seus investidores com a evidenciação contábil de suas informações, algo valorizado pelo mercado e que será refletido nos ativos da companhia e também no preço de suas ações (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Verrecchia (2001) propôs um modelo analítico de que o nível de *disclosure* tem correlação positiva com o desempenho da empresa. Foram apresentadas evidências empíricas de que um melhor nível de *disclosure* irá refletir em ações mais líquidas e/ou melhores avaliadas pelo mercado (LEUZ; VERRECCHIA, 2000).

Vasconcelos *et al* (2014) ressalta evidências empíricas de outros estudos de que empresas com melhor *disclosure* apresentaram menor custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; NAKAMURA *et al*, 2006; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007; LOPES; ALENCAR, 2010), menor custo de capital de terceiros (SENGUPTA, 1998; MAZUMDAR; SENGUPTA, 2005; SHARFMAN; FERNANDO, 2008; LIMA, 2009) e também aumento na liquidez das ações da empresa (WELKER, 1995; HEALY; HUTTON; PALEPU, 1999; LEUZ; VERRECCHIA, 2000; MATOUSSI; KARAA; MAGHRAOUI, 2004; KANG; PANG, 2005; NETO; RICCIO, 2008). Outros estudos empíricos sobre *disclosure* estão destacados no Quadro 1.

Quadro 1 – Síntese de estudos empíricos sobre *disclosure*

Ano	Autores	Síntese dos resultados
2014	Crawford, Lont, Scott	Os resultados sugerem que pode não haver um benefícios pós-IFRS na divulgação para os países que já possuíam, comparativamente, mais padrões baseados em regras pré-IFRS.
2012	Cho, Freedman, Patten	Para a maioria das observações, os valores evidenciados não são materiais. As empresas que evidenciam não apresentam melhor desempenho ambiental em relação às empresas que não evidenciam. A escolha de evidenciar está associada ao pior desempenho ambiental.
2010	Orij	Um número de relações estatisticamente significativas entre as divulgações sociais corporativas e medidas culturais são identificados. Conclui-se que os níveis de divulgação social corporativa são susceptíveis de ser influenciados por culturas nacionais.

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Devido a um conjunto de diversos fatores, os agentes econômicos não possuem acesso à mesma informação, em termos de quantidade e/ou qualidade, dessa maneira, se torna presente a problemática da assimetria da informação, ou seja, quando um agente ou grupo de

agentes presentes no ambiente econômico tem melhores informações sobre o potencial econômico do ativo do que outro agente ou grupo de agentes (PAULO; MARTINS, 2007).

Para mitigar esse nível de divergência de informações, o principal irá incorrer em um dispêndio, também conhecido como custo de agência, de forma a buscar a redução dessas divergências, ao monitorar as atividades do agente e definir incentivos contratuais. O custo de agência é uma tentativa de alinhar os interesses do principal com o do agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

Hendriksen e Van Breda (2015) abordam três conceitos de divulgação propostos para o nível de *disclosure*: a divulgação adequada, na qual as informações são divulgadas em um nível mínimo apenas com o objetivo de evitar que as demonstrações sejam superficiais; a divulgação justa (*fair disclosure*), que demonstra um tratamento igual entre os usuários potenciais da informação; a divulgação completa (*full disclosure*), que divulga todas as informações relevantes aos usuários.

Pode-se classificar as práticas de *disclosure* em dois níveis: institucional e voluntário (*firm-specific*). O nível institucional é requerido por leis, regulamentos e é largamente usada nas práticas de negócio. O nível voluntário complementa o nível institucional e depende de incentivos para as companhias de entregar melhores informações aos usuários externos (LOPES; ALENCAR, 2010).

Vasconcelos *et al* (2014) encontrou em seu estudo que o nível de *disclosure* apresentou associação positiva e estatisticamente significativa como fator explicativo da variável Q de Tobin, o que sugere a existência de relação positiva entre o valor de mercado das companhias abertas e o seu nível de *disclosure*.

4 Metodologia

O presente trabalho é caracterizado como um estudo empírico-analítico, cujo tipo de abordagem pode ser considerado descritivo, pois visa descrever a relação do Q de Tobin e o nível de *Disclosure*.

4.1 Variável Dependente: Q de Tobin

O indicador Q de Tobin tem sido utilizado em vários estudos de governança, como por exemplo, Perfect e Wiles (1994); Agrawal e Knoeber (1996); Faleye (2007); e Nogueira, Lamounier e Colauto (2009).

Famá e Barros (2000) definem o Q de Tobin como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos (VRA). Esse indicador expressa o valor de uma empresa relacionado ao seu desempenho, o qual pode ser comparável entre empresas.

Existem diversas discussões para se determinar o valor da dívida e o VRA, pois se deve utilizar os valores justos de ambos e não os contábeis. A complexidade reside no fato de não termos um mercado secundário ativo de dívidas. O cálculo do VRA se torna ainda mais complicado, pois além de também não haver um mercado eficiente de bens de capital usados, os bens ainda sofrem com a depreciação ao longo do tempo.

Chung e Pruitt (1994) mostram que a fórmula simplificada utilizando apenas dados do balanço contábil apresenta resultados tão consistentes quanto os obtidos por Eric Lindenberg e Stephen Ross em cálculos mais complexos. Para Chung e Pruitt (1994), o numerador é a soma do valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais, dos estoques, do passivo circulante e da dívida de longo prazo menos o ativo circulante. Já o denominador é definido como o valor total dos ativos.

Um indicador Q de Tobin superior a 1 (um) indicará que a empresa possui bons resultados em suas decisões de investimento por parte de sua gestão. A fórmula de Chung e Pruitt (1994) será dada por:

$$q = \frac{VMON+VMPN+D}{AT} \quad (1)$$

Onde a variável q representa o Q de Tobin; $VMON$, o valor de mercado das ações ordinárias; $VMPN$, o valor de mercado das ações preferenciais; D , o valor da dívida da empresa, sendo igual a passivo circulante menos o ativo circulante mais o exigível a longo prazo mais os estoques; Por fim, AT , o qual representa o ativo total da firma avaliado por seu valor contábil.

4.2 Variável Independente: nível de *disclosure*

Para definir o nível de *disclosure* aplicado pelas companhias será utilizado o modelo proposto por Lopes e Alencar (2010), o Índice Brasileiro de *Disclosure* (*Brazilian Disclosure Index* – BCDI), que mensura o nível de *disclosure* através de seis dimensões e 47 atributos específicos representados por perguntas. Esse índice foi adaptado, por Vasconcelos *et al* (2014), à realidade regulatória e contábil brasileira, sendo baseado em um conjunto de questões utilizado em pesquisas anteriores (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002). O resultado do questionário é obtido por meio de informações objetivas resultadas de fontes públicas de informação como relatórios anuais e demonstrações contábeis divulgados no próprio site das companhias e, também, nos sites da BOVESPA, NYSE e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

As respostas do questionário seguem um padrão binário (0 ou 1) sendo 1 para respostas afirmativas e 0 para negativas. O Quadro 2 descreve o questionário traduzido por Vasconcelos *et al* (2014) baseado no estudo de Lopes e Alencar (2010), que desenvolveram o BCDI aplicado à realidade brasileira. Por ser adaptado à realidade brasileira, o questionário se torna aplicável às empresas brasileiras listadas na NYSE uma vez que estas também estão listadas na BM&F BOVESPA.

Quadro 2 – Modelo de *Disclosure* proposto por Lopes e Alencar (2010)

Perguntas	INFORMAÇÕES GERAIS SOBRE A EMPRESA
1	O Relatório faz uma descrição geral do negócio (o que faz, onde está localizada, a que grupo empresarial pertence)?
2	Há descrição das principais metas corporativas para o futuro?
3	As metas estão expressas de forma quantitativa (quantidades, valores, percentuais)?
4	São descritos os principais mercados em que a empresa atua?
5	Os mercados estão descritos de forma quantitativa?
6	São descritos os principais produtos ou serviços que a empresa comercializa?
7	Os produtos estão descritos de forma quantitativa?
8	O ambiente empresarial (conjuntura econômica relacionada ao setor de atividade) em que a empresa atua é descrito?
9	Os negócios sociais e principais fatos administrativos (eventos mais importantes) do período são descritos (exemplo: conquista de um novo mercado, início de um programa de redução de desperdícios, reestruturações internas, conclusão de nova fábrica, aquisição de novas máquinas, entre outros)?
10	Os eventos mais importantes estão descritos de forma quantitativa?
Perguntas	RELAÇÕES COM EMPREGADOS E ADMINISTRADORES
11	A quantidade de empregados foi informada?
12	A remuneração média por empregado ou o gasto total com empregados foi informado?
13	Os investimentos em treinamento e desenvolvimento gerencial estão descritos de forma quantitativa?
14	Outras informações a respeito de empregados (turnover, grau de satisfação, valor adicionado por

	empregado, produtividade, entre outros) estão descritas de forma quantitativa?
15	Existe informação a respeito da remuneração paga a administradores?
Perguntas	INFORMAÇÕES NÃO FINANCEIRAS SOBRE MERCADO, VENDAS E PRODUTOS
16	A participação da empresa no mercado foi informada?
17	As vendas estão detalhadas por produto ou segmento de negócio (em moeda, percentuais ou quantidades)?
18	As vendas estão informadas em quantidade?
19	Foi informado o crescimento nas vendas em quantidade ou há uma série histórica (3 ou mais anos) que permita calcular o crescimento?
20	Os preços unitários de venda dos produtos foram informados?
21	Existe informação sobre novos produtos e serviços a serem lançados no mercado?
Perguntas	PROJEÇÕES
22	Informou vendas projetadas para o próximo exercício?
23	Informou vendas projetadas para mais de um exercício?
24	Informou lucros projetados para o próximo exercício?
25	Informou lucros projetados para mais de um exercício?
26	Informou fluxo de caixa projetado para o próximo exercício?
27	Informou fluxos de caixa projetados para mais de um exercício?
28	Informou investimentos em pesquisas e desenvolvimento e outros ativos intangíveis projetados?
29	Informou participação de mercado projetada?
Perguntas	DISCUSSÕES E ANÁLISE DE DADOS FINANCEIROS
30	Apresentou uma série histórica do valor das vendas?
31	Existe um comentário a respeito de oscilações nas vendas?
32	Apresentou uma série histórica do custo dos produtos e serviços vendidos?
33	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nos custos dos produtos e serviços vendidos?
34	Apresentou uma série histórica de lucros?
35	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nos lucros?
36	Apresentou série histórica do valor das despesas administrativas e comerciais?
37	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas despesas administrativas e comerciais?
38	Apresentou uma série histórica de receitas e despesas financeiras?
39	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas receitas e despesas financeiras?
40	Declarou o montante dos investimentos feitos em pesquisas e desenvolvimentos e outros ativos intangíveis?
41	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações em outro grupo de contas (contas a receber, estoques, receitas e despesas não operacionais, entre outros)?
Perguntas	OUTRAS INFORMAÇÕES
42	Apresentou uma série histórica com percentual de Retorno sobre Ativo Total (ROA)?
43	Apresentou uma série histórica com percentual sobre Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)?
44	Apresentou uma série histórica com Giro dos Ativos?
45	Apresentou detalhamento de Cálculo dos Impostos?
46	Apresentou Balanço Social ou Demonstração do Valor Adicionado?
47	Apresentou Demonstração dos Fluxos de Caixa?

Fonte: Lopes e Alencar (2010)

O índice resultante do questionário engloba seis dimensões de informação e, em cada dimensão, a nota obtida pela empresa é apurada pela divisão entre a soma dos pontos obtidos e a pontuação total possível. Assim, uma empresa que apresente “sim” como resposta em todos os questionamentos do modelo de *disclosure* obterá nota (seis).

4.3 Variáveis de Controle

A variável de controle é aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositalmente em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente.

Quando 3 – Variáveis de Controle

VARIÁVEL	FÓRMULA
Crescimento da Firma (CRESC)	Representado pela variação da Receita Líquida Operacional entre t e t-1. $CRESC = \frac{\text{Receita Líquida Operacional } t - \text{Receita Líquida Operacional } t-1}{\text{Receita Líquida Operacional } t-1}$
Rentabilidade sobre o PL (ROE)	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido} + \text{Participação Acionista Minoritário}}{\text{PL} + \text{Participação Acionista Minoritário}} * 100$
Tamanho da Firma (LnTAM)	Representado pelo logaritmo natural da Receita Líquida Operacional $LnTAM = \ln \text{Receita Líquida Operacional}$
American Depositary Receipt (ADR)	Variável Dummy para as empresas que emitem ADR

Fonte: adaptado de Vasconcelos et al (2014)

Em relação às variáveis, foi utilizado o modelo de painel testado por Vasconcelos *et al* (2014). Retirando a variável NEND relacionada ao nível de endividamento das empresas por não ter se mostrado estatisticamente significativa, e acrescentando a variável de controle ADR relacionada aos American Depositary Receipt requeridos para emitir ações na NYSE. Da variável ADR é esperado que as empresas que listam suas ações na NYSE devem obedecer a maiores critérios de *disclosure* requeridos pela SEC americana, por outro lado, espera-se também um nível maior de *disclosure* para as empresas brasileiras que emitem ações apenas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, o qual requer maiores níveis de governança.

Será comparado o nível de *disclosure* das empresas da amostra que se enquadram nas duas situações. Dessa análise é esperado níveis semelhantes de *disclosure* e também que exista correlação positiva entre o nível de *disclosure* e o desempenho de mercado dessas empresas, o qual será mensurado pela versão simplificada do Q de Tobin.

Em relação ao restante das variáveis de controle são esperadas relações estatisticamente significativas e correlação positiva com o Q de Tobin conforme os resultados encontrados por Vasconcelos *et al* (2014) em seu estudos com empresas do setor de construção civil listadas na BM&FBOVESPA. Em relação à variável CRESC será confirmada a correlação negativa com o Q de Tobin.

4.4 Modelo Analítico Utilizado

Os dados serão analisados utilizando o método de Regressão Linear Múltipla (MRLM) em dados em painel. Este método procura encontrar o melhor ajuste para um conjunto de dados tentando minimizar a soma dos quadrados das diferenças entre o valor estimado e os dados observados permite que regressões sejam estimadas considerando-se várias unidades (*cross-section*) por um determinado período de tempo (séries temporais).

Baltagi (2005) ressalta que a análise utilizando métodos de Regressão Linear Múltipla possui como vantagens: Controle da heterogeneidade individual; Utilização de dados com maior poder de informação, maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, mais grau de liberdade e mais eficiência estatística; Melhores condições para estudar as dinâmicas de ajustamento, nos efeitos das variáveis explicativas sobre as variáveis dependentes; Identificar e medir efeitos não detectáveis por meio de cortes transversais e séries temporais isoladamente; Permite construir e testar modelos com comportamento mais complexo, se comparado a modelos de séries temporais e modelos *cross-section*. O modelo de regressão com dados em painel utilizado nesta pesquisa é representado da seguinte forma:

$$q_{it} = \beta_0 + \beta_1 ID1_{it} + \beta_2 NEND2_{it} + \beta_3 CRESC3_{it} + \beta_4 ROE4_{it} + \beta_5 LnTAM5_{it} + \beta_6 ADR6_{it} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

5 Análise dos Resultados

A avaliação isolada do índice de *disclosure* apurado não evidencia relação direta entre a listagem da empresa na NYSE, em comparação com o Novo Mercado da BM&FBOVESPA, e a qualidade da divulgação apresentada, todavia no ranqueamento das dez primeiras empresas com os melhores índices, apenas duas empresas estão listadas na BM&FBOVESPA, o que pode servir de ponto de partida para avaliação de tendência de padrão de divulgação cumprindo os requerimentos da SEC. Por outro lado, das 44 empresas a que apresentou o pior padrão de divulgação está listada na NYSE, trata-se da Braskem S.A..

A Tabela 1 demonstra os resultados da Regressão Linear, através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os dados foram divididos em 4 unidades temporais, considerando os anos de 2011 a 2014, e em 44 unidades de corte transversal, considerando as 44 empresas selecionadas para o estudo entre emissoras somente na BM&FBOVESPA e as empresas que também emitem ações na NYSE.

Tabela 1 – Resultados Regressão Linear Método Mínimos Quadrados Ordinários

	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-valor
Const	-1,84743	2,44714	-0,7549	0,4513
ID	0,613831	0,226802	2,706	0,0075***
ADR	-1,24173	0,439138	-2,828	0,0053***
CRESC	-0,0788955	0,72728	-0,1085	0,9137
ROE	-0,000347124	0,00282942	-0,1227	0,9025
LnTAM	0,150532	0,16127	0,9334	0,3519
Média var. dependente	1,455338		D.P. var. dependente	2,246497
Soma resid. quadrados	818,3471		E.P. da regressão	2,194039
R-quadrado	0,073410		R-quadrado ajustado	0,046157

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Foram realizados testes de robustez relacionados ao método da regressão linear, o Teste Reset de Especificação considerou a H0 com especificação adequada com p-valor de 0,149137, o retorno do teste de White afirma que houve problemas de heteroscedasticidade para H0 com p-valor $P(\text{Qui-quadrado}(19) > 58,0872) = 7,73611e-006$, o teste de Chow trouxe falha estrutural na observação 22:4 com p-valor = $P(F(6, 164) > 3,31391) = 0,00417508$. O teste de normalidade dos resíduos afirmou que o erro não possui distribuição normal com p-valor = $2,41863e-202$.

Tabela 2 – Resultados Regressão Linear Método Heteroscedasticidade Corrigida

	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-t	p-valor
Const	-4,29164	1,07946	-3,976	0,0001***
ID	0,406559	0,122987	3,306	0,0012***
ADR	-1,19937	0,256412	-4,677	0,0000059***
CRESC	-0,399437	0,446253	-0,8951	0,372
ROE	-0,000152448	0,000260394	-0,5854	0,559
LnTAM	0,336306	0,0723381	4,649	0,00000666***
Soma resid. Quadrados*	809,3961		E.P. da regressão*	2,182007
R-quadrado*	0,188763		R-quadrado ajustado*	0,164903

* Estatísticas baseadas nos dados ponderados

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

De maneira a corrigir esses problemas é utilizado o método de regressão da Heteroscedasticidade-Corrigida (HC), os resultados estão apresentados na Tabela 2. Para esse método foi realizado um teste para verificar os fatores de inflacionamento da variância (VIF) o qual poderia indicar problemas de colinearidade caso os valores do índice calculado fossem maiores do que 10, o que não foi identificado, o resultado desse teste se encontra na Tabela 3.

Tabela 3 – Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF)

	Valor mínimo possível = 1,0
	Valores > 10,0 podem indicar um problema de colinearidade
ID	1,130
ADR	1,759
CRESC	1,025
ROE	1,001
LnTAM	1,739

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

A utilização do método HC trouxe maior robustez ao modelo com um fator R^2 próximo a 18%, ao contrário do método MQO que oferecia um poder de explicação de apenas 7% para a variável dependente Q de Tobin. Além disso, se confirma a significância estatística das variáveis ID (p-valor 0,0012***), ADR (p-valor 0,0000059***) e LnTAM (p-valor 0,00000666***) através dos p-valores calculados a um nível de significância de 1%.

O resultado da regressão afirma que a variável ID é positivamente relacionada com o desempenho da empresa, o qual é representado pelo Q de Tobin, algo que sugere que um maior nível de divulgação de informação por parte das empresas reflete em um melhor desempenho da mesma. Ao contrário do que foi afirmado pela variável ADR relacionada à emissão de ADR por parte das companhias brasileiras, a qual se apresentou negativamente relacionada com o desempenho das empresas, o que significa que a emissão de ADRs (representadas pela variável *dummy* 1) pouco influencia no desempenho das empresas. A variável LnTAM também se relaciona positivamente com a variável dependente, o que sugere que quanto maior das companhia maior deverá ser o desempenho da mesma no mercado e, logo, ela será melhor avaliada pelo mercado.

A Tabela 4 demonstra os resultados relacionados à divulgação de informações das empresas emissoras de ADR.

Tabela 4 – Valores Médios Índice de Disclosure

	NYSE	BM&FBOVESPA
VALOR MÉDIO ÍNDICE DE DISCLOSURE	2,69	2,21
Informações Gerais Sobre a Empresa	0,55	0,43
Relações Com Empregados e Administradores	0,49	0,38
Informações Não Financeiras Sobre Mercado, Vendas e Produtos	0,48	0,34
Projeções	0,05	-
Discussões e Análise de Dados Financeiros	0,58	0,50
Outras Informações	0,55	0,55

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Pela tabela 4 percebe-se que as empresas emissoras de ADR (ID = 2,69) apresentam um nível de informação levemente maior do que as empresas não-emissoras de ADR (ID = 2,21). Com maiores diferenças na divulgação de informações não-financeiras sobre mercado, vendas e produtos e de relações com empregados e administradores. Fator que colabora

positivamente com a pergunta inicial do estudo de que a emissão de ADR representa melhores níveis de divulgação das informações contábeis.

6 Considerações Finais

O presente estudo visou analisar com aspectos quantitativos e qualitativos um eventual diferencial de empresas brasileiras listadas na Bolsa de Nova Iorque (NYSE). A análise buscou comparar as companhias de capital aberto com ações somente na Bovespa (Novo Mercado) e as que possuem também ADR II e III na NYSE.

Contudo, a emissão de ADR pode ser considerada um indicativo de “selo de qualidade” no padrão de divulgação contábil em razão do cumprimento de requerimentos mais rígidos dos reguladores do mercado de capitais. A resposta para esse questionamento é positiva no caso da divulgação de melhores níveis de informação, conforme os resultados apresentados pela aplicação do índice de *disclosure* (ID NYSE = 2,69; ID BM&FBOVESPA = 2,21).

Todavia, os resultados evidenciaram que a emissão de ADRs pouco influencia no desempenho das empresas, pois se apresentou negativamente relacionada ao Q de Tobin. Por outro lado, é confirmado que uma melhor divulgação das informações contábeis, ou seja, um melhor nível de *disclosure* impacta positivamente no desempenho das empresas, colaborando com o resultado encontrado por Vasconcelos *et al* (2014) em seu estudo sobre as empresas de construção civil.

Em virtude da complexidade do estudo sugere-se a aplicação de outras variáveis ao caso em específico de forma a melhor explicar os possíveis impactos na variável dependente referente ao desempenho de uma companhia, ampliar a amostra de dados considerando o período pré-IFRS e também a utilização de outros modelos de regressão para colaborar ou não com os resultados apresentados nesse estudo.

Referências

AGRAWAL A.; KNOEBER, C. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 31, n. 3, p. 377-397, 1996.

ALENCAR, Roberta de. **Nível de *disclosure* e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. 104 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

BALL, Ray. International Finance Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. **Accounting and Business Research**. London, v. 36, p. 5-27, 2006.

BALTAGI, Badi H.. **Econometrics analysis of panel data**. 3. ed. Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2005.

BERLE, Adolf A; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BOTOSAN, Christine A.. Disclosure level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, Los Angeles, v. 72, n. 3, p.323-348, 1997.

- BOTOSAN, Christine A.; PLUMLEE, Marlene A.. A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 40, n. 1, p. 21-40, mar. 2002.
- BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J.. Financial Accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, p. 237-333, 2001.
- CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen. W.. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, Toronto, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- CHO, Charles H.; FREEDMAN, Martin; PATTEN, Dennis M. Corporate disclosure of environmental capital expenditures: A test of alternative theories. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Washington, v. 25, n. 3, p. 486-507, 2012.
- NOGUEIRA, Igor V.; LAMOUNIER, Wagner. M.; COLAUTO, Romualdo D.. Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na BOVESPA e NYSE. **Enfoque Reflexão Contábil**, Maringá, v. 28, n. 3, p. 9-23, 2009.
- CRAWFORD, Lisa; LONT, David; SCOTT, Tom.. The effect of more rules-based guidance on expense disclosure under International Financial Reporting Standards. **Accounting & Finance**, Malden, v. 54, n. 4, p. 1093-1124, 2014.
- FALEYE, O.. Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 83, p. 501-529, 2007.
- FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.
- FRANCO, Hilário. **Contabilidade geral**. 23. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- HAIL, Luzi. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital. **The European Accounting Review**, Berlim, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.
- HEALY, Paul M.; HUTTON, Amy P.; PALEPU, Krishna G.. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v.16, p. 485-520, 1999.
- HENDRIKSEN, Eldon S., Michael F. VAN BREDA. **Teoria da contabilidade**. 1. ed. 12. reimpr. São Paulo: Atlas, 2015.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H.. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, n. 3, p. 305-360, 1976.
- KANG, Tony; PANG, Yang Hoong. Economic development and the value relevance of accounting information a disclosure transparency perspective. **Review of Accounting and Information**, Chicago, v. 4, n. 1, p. 273-291, 2005.

LAMBERT, Richard A.; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Accounting information, disclosure and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.

LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E.. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 38, p. 91-124, 2000.

LIMA, Gerlando A. S. F.. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 95-108, jan./abr. 2009.

LODI, J. B. **Governança corporativa: o Governo da empresa e o conselho de administração**. 8.ed. Rio de Janeiro: *Elsevier*, 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel; ALENCAR, Roberta Carvalho. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian Case. **The International Journal of Accounting**, New York. v. 45, n. 04, p. 443-464, 2010.

MATOUSSI, Hamadi; KARAA, Adel; MAGHRAOUI, Randa. Information asymmetry, disclosure level, and securities liquidity in the bourse des valeurs mobilières de Tunis – BVMT – **Finance India**, Bangladesh, v. 18, Special Issue, p. 547-557, abr.-mai., 2004.

MAZUMDAR, Sumon C.; SENGUPTA, Partha. Disclosure and the loan spread on private debt. **Financial Analysts Journal**, Virginia, v. 61, n. 3, p. 456-473, 2005.

MENDONÇA, Mark Miranda de; COSTA, Fábio Moraes da; GALDI, Fernando Caio; FUNCHAL, Bruno. O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 52, 2010.

MENDONÇA NETO, Octávio Ribeiro de; RICCIO, Edson Luiz. A qualidade da informação contábil e o risco de liquidez de mercado. **Organizações em Contexto**, São Paulo, v. 4, n. 8, 2008.

NAKAMURA, Wilson Toshiro; GOMES, Elizabeth Alves; ANTUNES, Maria Thereza Poma; MARÇAL, Émerson Fernandes. Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. In: Encontro da ANPAD, 35., 2006. **Anais... ANPAD**, São Paulo.

ORIJ, René. Corporate social disclosures in the context of national cultures and stakeholder theory. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Washington, v. 23, n. 7, p. 868-889, 2010.

PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. In: Encontro da ANPAD, 22., Rio de Janeiro, 2007. **Anais... ANPAD**, São Paulo.

PERFECT, Steven B.; WILES, Kenneth W.. Alternative constructions of Tobin's q: an empirical comparison. **Journal of Empirical Finance**, London, v. 1, n. 3-4, p. 313-341, 1994.

SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, Los Angeles, v. 73, n. 4, p.459-474, 1998.

SHARFMAN, Mark; FERNANDO, Chitru S. Environmental risk management and the cost of capital. **Strategic Management Journal**, Chicago, v. 29, p. 569-592, 2008.

VASCONCELOS, Frank N. P.; BRESSAN, Valéria G. F.; PINHEIRO, Laura E. T.; MENEZES, Mateus R. Influência do nível de *disclosure* sobre o desempenho: um estudo das companhias abertas da indústria de construção civil. In: Congresso ANPCONT, 8., Rio de Janeiro, 2014. **Anais...** ANPCONT, São Paulo. Rio de Janeiro: 2014. P. 55-74.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 22, p. 97-180, 2001.

WELKER, Michael. Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 11, n. 2, p. 801-827, 1995.